

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**Evolución del sector real de la economía española**

De acuerdo con las estimaciones del avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la actividad económica habría registrado una contracción intertrimestral del 0,7 % en el cuarto trimestre de 2012, tras la caída del 0,3 % observada en el trimestre anterior. El retroceso del PIB se habría debido a una mayor contracción de la demanda nacional, compensada solo parcialmente por el mantenimiento de la trayectoria favorable del sector exterior. En términos de las tasas interanuales, el PIB habría disminuido un 1,8 % en el cuarto trimestre. Como resultado, el crecimiento del PIB en 2012 habría sido del -1,4 % en media anual.

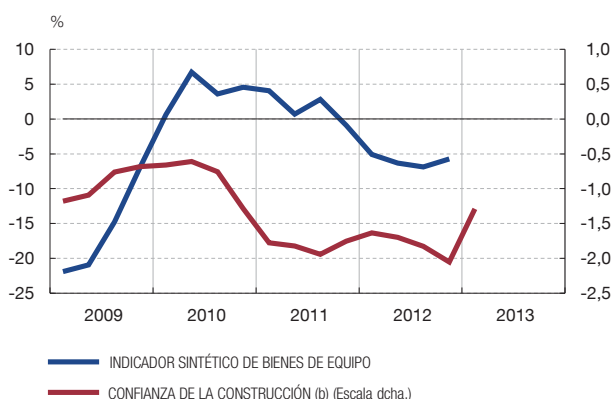
La escasa información relativa al primer trimestre de 2013 apunta, en líneas generales, a una prolongación del tono contractivo de la actividad, en un contexto de marcada atonía de la demanda interna. Por lo que respecta al consumo privado (gráfico 1), la última información disponible arroja señales dispares, que, en conjunto, resultan coherentes con el mantenimiento de la debilidad del gasto de los hogares. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores experimentó una cierta recuperación en enero según el indicador elaborado por la Comisión Europea, si bien continúa en niveles muy bajos. Por su parte, la confianza de los comerciantes minoristas registró un nuevo empeoramiento. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares aumentaron un 7,4 % intermensual en términos de la serie corregida de efectos calendario y estacionalidad, lo que situó la tasa interanual de la serie original en el 7 %, en contraste con los retrocesos de finales de 2012. Estos datos parecen confirmar el impacto del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE) en las ventas de coches a particulares, en línea con lo que anticipaba la favorable evolución de las reservas de automóviles desde su entrada en vigor, en octubre de 2012. Esta trayectoria podría continuar en los próximos meses, por la entrada en vigor de una segunda convocatoria del programa (conocida como PIVE-2), con una dotación que duplica a la del programa original. La evolución reciente de la adquisición del resto de bienes y servicios de consumo ha seguido siendo negativa, aunque la información disponible solo abarca hasta diciembre. En concreto, en ese mes el índice de comercio al por menor registró un retroceso intermensual del 3,6 % en términos ajustados de estacionalidad y calendario, intensificando su ritmo de caída interanual hasta el 10,1 %. Finalmente, el descenso del indicador de ventas de bienes y servicios de consumo elaborado por la Agencia Tributaria fue también intenso en el último mes de 2012, si bien en este caso se produjo una suavización del perfil descendente.

La información más reciente sobre la inversión en bienes de equipo apunta a una continuación de la debilidad de este componente de la demanda al inicio del año. Entre la información cualitativa, destaca el retroceso de casi 4 puntos porcentuales (pp) del grado de utilización de la capacidad productiva al inicio del año, hasta el 68,7 %, nivel próximo al mínimo histórico. Este descenso vino acompañado por un aumento considerable del saldo neto de empresas que consideran que su capacidad instalada es excesiva. En enero, además, empeoró el indicador de clima industrial en el conjunto de ramas destinadas a la producción de bienes de equipo. Los indicadores cuantitativos, que presentan información más retrasada, referida a diciembre, arrojan señales contrapuestas, con un repunte sustancial de la producción industrial de bienes de equipo y una intensificación del ritmo de contracción del indicador de ventas de equipo y *software* según la Agencia Tributaria. En los próximos meses, la entrada en vigor del denominado «programa PRIMA-AIRE», dirigido

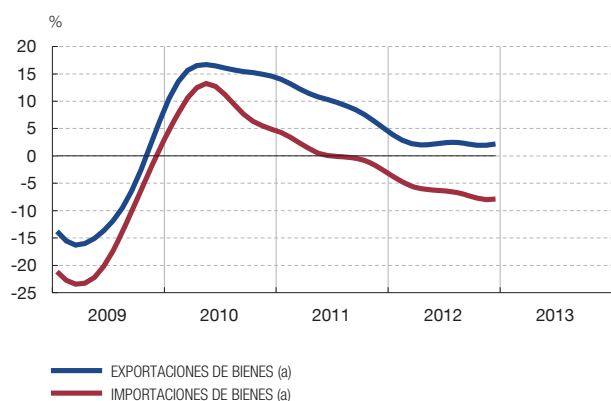
## INDICADORES DE CONSUMO



## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



## INDICADORES DE INDUSTRIA



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

a Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

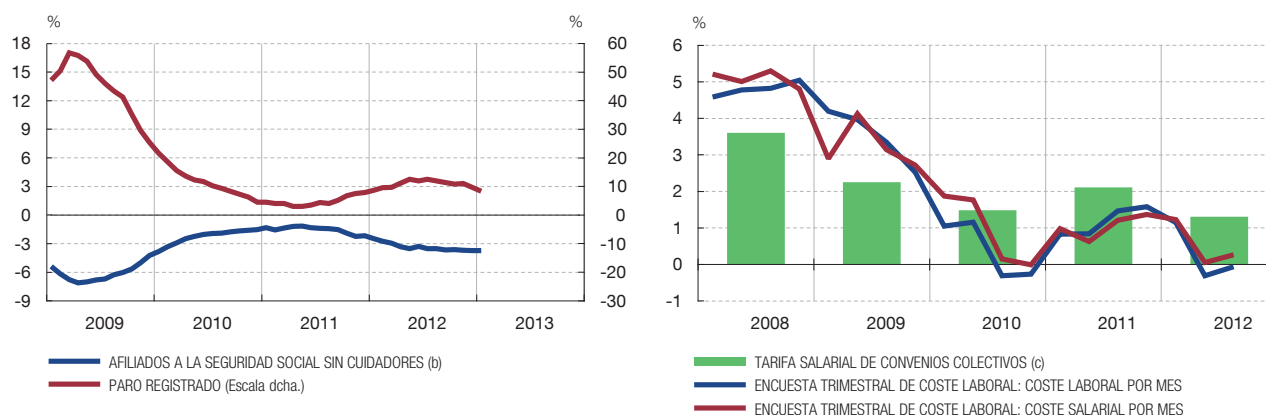
a promover la sustitución de furgonetas y vehículos comerciales antiguos, podría impulsar las cifras de matriculaciones de vehículos de carga.

La información relativa a la inversión en construcción sigue apuntando a una continuación, al inicio de 2013, del profundo ajuste del sector. Entre los indicadores contemporáneos, los referidos al empleo revelaron un cierto empeoramiento en enero en tasa interanual, con una interrupción de la moderación de la caída de la cifra de afiliados observada en meses precedentes y un menor descenso del paro registrado. Los indicadores relativos a los consumos intermedios mostraron, por su parte, una evolución contrapuesta en diciembre, al acelerarse la caída del consumo aparente de cemento y ralentizarse la de la producción industrial de minerales no metálicos. Más positiva fue la progresión de la confianza de los empresarios del sector, que en enero registró, según la encuesta de la Comisión Europea, una notable mejoría, con una consolidación del número esperado de meses con trabajo asegurado. En cuanto a los indicadores adelantados de la actividad constructora, los datos de noviembre confirmaron la prolongación de la trayectoria de fuerte contracción interanual de la cifra de visados de obra nueva de vivienda, que cayó un 31 %. Por el contrario, los visados de edificación no residencial repuntaron sustancialmente en noviembre, en contraste con las caídas observadas en meses precedentes.

En el último mes de 2012 se produjo una mejora del tono de las ventas de bienes al exterior en términos reales, según los datos de Aduanas. En concreto, en diciembre las exportaciones aumentaron un 0,2 % con respecto al mismo mes de 2011, tras el descenso del 2,7 % de noviembre. El repunte se apoyó en la recuperación de las exportaciones de bienes de consumo e intermedios energéticos junto con el mayor avance de los bienes de equipo, mientras que, por el contrario, las exportaciones de bienes intermedios no energéticos retrocedieron. Por áreas geográficas, el retroceso de las exportaciones comunitarias se vio compensado por el incremento de las destinadas al resto del mundo. En el conjunto del trimestre, el crecimiento interanual de las exportaciones se ralentizó en cuatro décimas, hasta el 2,1 %. En la vertiente importadora, en el mes de diciembre, el retroceso de las compras al exterior de bienes en términos reales se intensificó en casi 9 pp, hasta el -13,6 %, lo que refleja la debilidad de la demanda nacional. Por grupos de productos, las caídas fueron generalizadas, aunque se aceleraron las de bienes intermedios. En el conjunto del trimestre, las importaciones cayeron un 8,2 % interanual, frente al -5,8 % del período junio-septiembre. Destacó, por su relevancia, la evolución del déficit comercial nominal, que en diciembre se corrigió un 71,6 % interanual, gracias tanto al superávit no energético como a la disminución del déficit energético. En el conjunto de 2012, la reducción del desequilibrio comercial ascendió al 33,6 %.

Los indicadores referidos al turismo receptor muestran cierta debilidad en los meses más recientes. Así, la entrada de turistas no residentes agudizó su descenso en enero hasta el 2,6 % interanual, tras retroceder un 1,3 % en diciembre del pasado año. Por su parte, los datos de la Encuesta de Ocupación Hotelera referidos todavía a diciembre de 2012 mostraron un ligero avance; concretamente, las pernoctaciones hoteleras de extranjeros crecieron un 1,7 % interanual (0,5 % en noviembre). Finalmente, el gasto total nominal de los turistas no residentes se mantuvo prácticamente constante en el último mes del año pasado con respecto al mismo mes de 2011, pues el aumento del gasto medio por persona compensó la reducción del número de turistas. En noviembre, la balanza de pagos registró por quinto mes consecutivo una capacidad de financiación, que, en este caso, ascendió a 2,7 mm de euros. De este modo, aunque el saldo acumulado en los once primeros meses de 2012 siguió siendo negativo, al igual que un año antes, su magnitud fue muy inferior a la de entonces (7,3 mm, frente a 28,3 mm). Esta fuerte corrección de las necesidades de financiación de la economía se debió, sobre todo, a la reducción de casi 12 mm de euros del déficit de la balanza comercial, aunque también fue muy notable el aumento de 4,5 mm del saldo positivo de servicios, tendencias que se vienen observando desde el inicio de la crisis. Entre los restantes componentes, el déficit de rentas se redujo en más de 4 mm entre enero y noviembre de 2012 en relación con el mismo período del año anterior, debido sobre todo a la disminución de los pagos asociados a la inversión de cartera.

Por el lado de la oferta, los últimos indicadores correspondientes a la actividad industrial apuntan a una prolongación de la debilidad del sector. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la Comisión Europea empeoró en enero tras la mejoría de finales del 2012, al igual que ocurrió con el índice de clima industrial de la Encuesta de Coyuntura Industrial, como consecuencia, en ambos casos, del importante deterioro sufrido en las expectativas de producción para los próximos meses. Por otro lado, el PMI manufacturero, a pesar de la ligera mejora experimentada en enero —de 1,5 puntos, hasta 46,1—, continúa en territorio contractivo. Entre los indicadores cuantitativos, el empleo industrial, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, descendió, en términos de la serie ajustada de estacionalidad y calendario, un 0,5 % intermensual en enero, tasa similar a la mostrada en los meses precedentes, con lo que la tasa interanual se ha



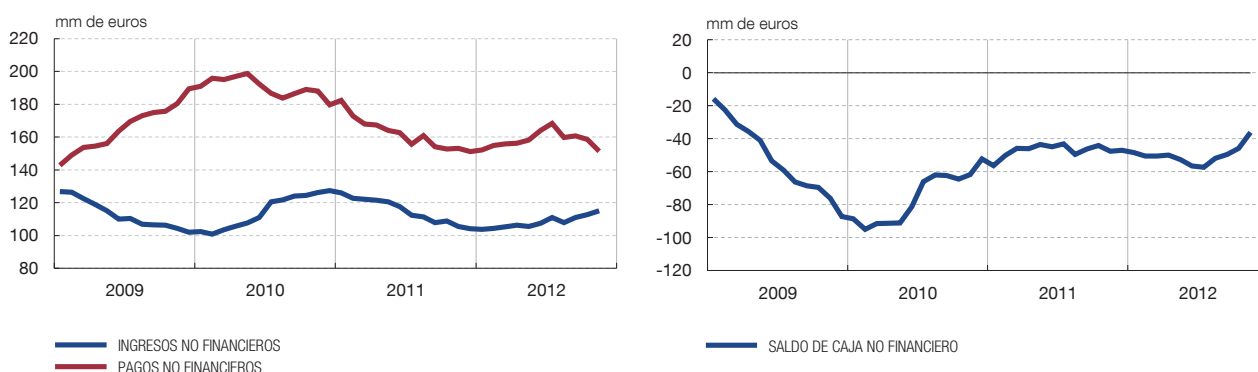
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.  
 b Excluyendo a los cuidadores no profesionales.  
 c Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta diciembre de 2012.

estabilizado en torno al -6 %. Por su parte, el paro registrado en el sector moderó su avance en 1,6 pp, hasta el 5 %. Finalmente, con información más retrasada, el índice de producción industrial (IPI), corregido de calendario y desestacionalizado, pasó a crecer en diciembre un 3,2 % en tasa intermensual, tras la caída de magnitud similar del mes anterior. La evolución fue muy dispar por componentes, destacando el comportamiento favorable de la rama de automoción, que registró un crecimiento intermensual superior al 16 %, lo que le permitió cerrar el año con un retorno de su tasa interanual a registros positivos (8,6 %), tras catorce meses de caídas consecutivas. Esta favorable evolución se explica, muy probablemente, por el impulso recibido de los planes de incentivos a la adquisición de automóviles, en un contexto de bajos niveles de existencias, por lo que el repunte de la producción puede tener un carácter transitorio, en la medida en que una parte de las decisiones de compra actuales esté adelantando adquisiciones futuras.

En el sector servicios, los indicadores cualitativos disponibles coinciden en ofrecer ciertas señales de recuperación. Así, tanto el índice PMI de servicios como el indicador de confianza de la Comisión Europea escalaron posiciones en enero. No obstante, ambos se mantienen en niveles muy reducidos y reflejan un cierto empeoramiento de la evolución esperada del empleo en el sector. En términos de los desarrollos recientes observados en esta última variable, el retroceso intermensual del número de afiliados en los servicios —del -0,1 %— fue, sin embargo, inferior al de meses anteriores, en términos de la serie que excluye los cuidadores no profesionales, que, con motivo de la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, dejaron de tener derecho a la cotización gratuita. Por el contrario, en enero se interrumpió el descenso del número de parados registrados del sector.

La información más reciente del mercado de trabajo apunta a una estabilización del ritmo de caída del empleo, aunque en tasas todavía muy elevadas. En concreto, si se considera la serie que excluye al colectivo de cuidadores no profesionales, el retroceso intermensual de la cifra de cotizantes a la Seguridad Social se situó en el -0,3 %, tasa análoga a la de los meses anteriores (en términos ajustados de efectos estacionales y de calendario). Asimismo, la tasa interanual —del 3,7 %— no difirió significativamente de la observada en meses anteriores (véase gráfico 2). Por su parte, el número de parados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal cayó en enero un 0,1 % en términos ajustados de estacionalidad, descenso más moderado que en el mes anterior. No obstante, siguió suavizándose el



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Último dato: noviembre de 2012.

ritmo de avance interanual de la serie original. Por último, la información relativa a la cifra de afiliados a la Seguridad Social en enero de 2013 en los sectores relacionados con las AAPP apunta a una ligera atenuación en los ritmos de fuerte reducción de empleo, si bien la tasa de caída interanual se mantiene por encima del 3 %.

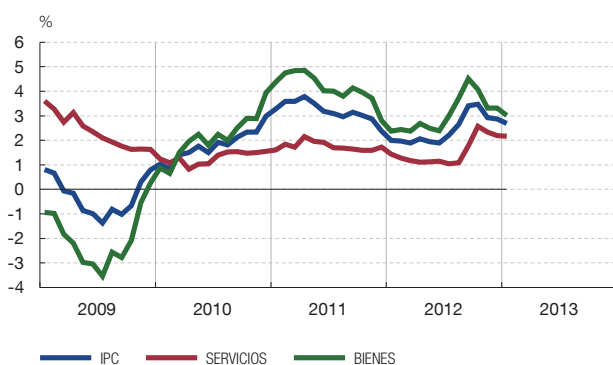
En relación con la marcha de las finanzas públicas, según las cifras más recientes de ejecución presupuestaria del Estado, el déficit acumulado entre enero y noviembre en términos de contabilidad nacional ascendió a 46 mm de euros (equivalente al 4,4 % del PIB). En términos de saldo de caja, el déficit disminuyó en unos 11,1 mm respecto al registrado en el mismo período de 2011, como puede observarse en el gráfico 3. Además, la mejora se habría acentuado previsiblemente en diciembre tanto por el impacto residual de las medidas impositivas adoptadas (relativas al IVA y al impuesto sobre sociedades) como por la suspensión de la paga extra de los empleados públicos. Por su parte, las cifras de ejecución presupuestaria de las Comunidades Autónomas hasta noviembre, corregidas por el impacto de los anticipos recibidos hasta ese mes y de los pagos de caja que corresponden a obligaciones contraídas en años anteriores, señalan que el déficit de los once primeros meses del año se habría situado en el 0,7 % del PIB, frente al 1,1 % registrado en el mismo período del año anterior.

El Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas ha avanzado algunas cifras relativas al cierre del año por lo que respecta a los ingresos del Estado, incluyendo la participación de las Administraciones Territoriales en el IRPF, el IVA y los impuestos especiales. Según esta información, las medidas tomadas a lo largo de 2012 (que comportarían unos 11,2 mm de euros de recaudación adicional, de los que la mayor parte corresponden al impuesto sobre sociedades —4,6 mm de euros— y al gravamen complementario del IRPF —3,5 mm de euros—) habrían permitido que la recaudación tributaria se situase prácticamente en el nivel previsto por el Gobierno, mientras que los ingresos no tributarios superaron en unos 4,5 mm de euros el objetivo presupuestario.

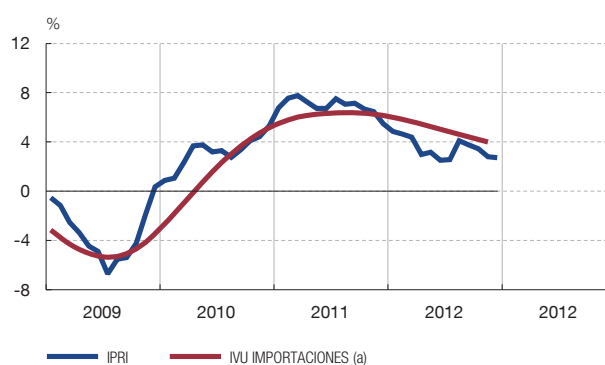
## Precios y costes

La información disponible acerca de la evolución de la negociación colectiva, que abarca solo hasta diciembre de 2012, situó la subida salarial acumulada para el pasado año en el 1,3 %. La cifra de trabajadores afectados, de unos 6,1 millones, es la más baja de los últimos 18 años para el mismo período temporal, incluso a pesar del notable avance de la negociación que se produjo en el tramo final del año. En concreto, el avance observado

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

en diciembre se concentró en los convenios revisados, con un incremento medio de las tarifas del 1,5 %, frente al 0,7 % de los de nueva firma, nivel este último que se aproxima al 0,5 % recomendado en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, si bien, por el momento, afecta a un colectivo muy escaso de trabajadores. En los próximos meses, cabe esperar que el avance de la negociación colectiva se centre en los convenios de nueva firma, lo que debería resultar en una moderación adicional del crecimiento salarial de 2012 en términos agregados.

En enero, la tasa de crecimiento interanual del IPC se redujo en dos décimas, hasta el 2,7 % (véase gráfico 4). Esta ralentización de los precios de consumo se debió, principalmente, al comportamiento del componente energético, cuyo ritmo de variación interanual disminuyó en 2,1 pp, hasta el 5,3 %. A su vez, esto último vino explicado, de acuerdo con el INE, por la bajada del precio de la electricidad. Los precios de los bienes industriales no energéticos también se ralentizaron, aunque en una magnitud mucho más modesta (concretamente, en dos décimas, hasta el 1,3 %). Por el contrario, los ritmos de avance interanual de los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados, disminuyeron aproximadamente en medio punto porcentual, hasta el 3,6 % y el 4,3 %, respectivamente. Finalmente, la tasa de aumento de los precios de los servicios permaneció en el 2,2 %. Como consecuencia de la evolución de los distintos componentes, la pauta de ralentización del índice general no se trasladó al IPC no energético (cuyo ritmo de avance permaneció en el 2,3 %) ni al IPSEBENE (que incluso repuntó una décima, hasta el 2,2 %). Por su parte, el crecimiento interanual del IAPC se situó en enero en el 2,8 %, dos décimas menos que en diciembre de 2012, en tanto que el indicador adelantado para el conjunto del área del euro se habría situado en el 2 %. De confirmarse este último dato, el diferencial con la UEM habría permanecido, por tercer mes consecutivo, en 0,8 pp, cifra coincidente con el diferencial medio histórico.

La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales experimentó una disminución de siete décimas en enero, hasta el 2,6 %. A esta notable ralentización contribuyó, sobre todo, el componente energético, cuyo ritmo de avance se redujo en casi 2 pp, hasta el 2,6 %. También se desaceleraron los componentes de bienes intermedios y de equipo, en cuatro y dos décimas, respectivamente. Por el contrario, los bienes de consumo repuntaron en 0,3 pp. Por último, tanto los precios de exportación como los de importación de productos industriales ralentizaron su ritmo de crecimiento interanual en diciembre

de 2012, hasta situarse en el 1,9 % y el 0,6 %, respectivamente. Estas tasas son las más bajas desde febrero de 2010, en el primer caso, y noviembre de 2009, en el segundo. La desaceleración, que fue generalizada por componentes, contrasta con el aumento del ritmo de avance de los IVU en el mismo mes.

## **Evolución económica y financiera en la UEM**

Los mercados financieros internacionales prolongaron su tono relativamente positivo en el último mes, en un entorno caracterizado por la búsqueda de rentabilidad y perspectivas de profundización en las políticas monetarias expansivas de los bancos centrales de algunas de las principales economías desarrolladas. La reasignación de flujos hacia instrumentos de mayor riesgo se reflejó en ligeros repuntes en las rentabilidades de las referencias soberanas consideradas más seguras y en un elevado volumen de emisiones corporativas, tanto en economías desarrolladas como en emergentes, que alcanzaron máximos en el mes de enero. La evolución de los índices bursátiles y de los indicadores de riesgo de crédito fue relativamente favorable, con la excepción de los primeros en Europa del Este y América Latina, en ambos casos por factores idiosincrásicos. En los mercados cambiarios, las principales divisas se mantuvieron relativamente estables, salvo el yen, que acentuó su caída y acumula una depreciación del 34 % frente al euro desde el pasado mes de julio, ante el giro sustancialmente más expansivo que se espera que adopte la política monetaria en Japón, tras el cambio de gobernador. Las materias primas presentaron un comportamiento dispar, con ciertos descensos en los alimentos y leves subidas en los metales industriales. Por su parte, el precio del petróleo Brent registró un ligero incremento a principios de febrero, reflejo de mayores tensiones geopolíticas, que se fue disipando hasta cotizar en torno a los 115 dólares por barril.

En Estados Unidos, el PIB cayó un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2012, en tasa trimestral anualizada (aumento del 1,5 % interanual), según la estimación de avance, muy por debajo del crecimiento registrado en el tercer trimestre (3,1 %). Este comportamiento vino determinado por las contribuciones negativas del gasto público en defensa y de la variación de existencias, que conjuntamente restaron 2,6 pp al crecimiento, tras haber contribuido positivamente el trimestre anterior. Por el contrario, el consumo privado (especialmente, el de bienes duraderos) y la inversión, tanto residencial como empresarial, registraron incrementos mayores que en el trimestre previo. Respecto a la evolución del consumo privado, cabe esperar que se vea afectado por los incrementos impositivos esperados en 2013. En el mercado laboral, se ha producido una revisión al alza de los datos pasados, que ha afectado especialmente al cuarto trimestre de 2012, aunque la tasa de paro del mes de enero se elevó una décima, hasta el 7,9 %. La construcción residencial se mantiene como uno de los sectores más dinámicos, si bien los últimos datos publicados apuntan cierta moderación. El déficit comercial disminuyó sustancialmente en ese mes, debido a la menor importación de productos petrolíferos. En cuanto a los precios, la inflación se situó en el 1,6 % en enero, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el 1,9 %. La Reserva Federal no introdujo cambios en la política monetaria, mientras que en el terreno fiscal se aprobó una ley que suspende el límite de endeudamiento del Tesoro hasta el próximo 19 de mayo.

En Japón, el PIB experimentó una contracción del 0,4 % trimestral anualizada en el cuarto trimestre de 2012 (0,3 % interanual y un 1,9 % en el conjunto del año). El gasto privado experimentó cierta mejoría, mientras que la contribución del sector exterior continuó siendo negativa. Los indicadores adelantados muestran una mejora de las expectativas en los meses más recientes y apuntan a una recuperación de la actividad manufacturera, aunque la tasa de paro se incrementó una décima en diciembre, hasta el 4,3 %. En el ámbito externo, el superávit de la balanza por cuenta corriente se redujo en diciembre, lastrado por



el déficit comercial. Por su parte, el IPC mantuvo tasas negativas (-0,1 % interanual), igual que el índice subyacente (-0,6 %). Tras los cambios anunciados en la reunión de enero, el gobernador del Banco de Japón anunció su renuncia para mediados de marzo, un mes antes de lo previsto.

En el Reino Unido, el PIB retrocedió un 0,3 % trimestral (0 % interanual) en el cuarto trimestre de 2012, revirtiendo parte del impulso del trimestre previo, que se reveló como transitorio. La economía británica registró un estancamiento (0 %) en el conjunto del año 2012. Los indicadores correspondientes al inicio de 2013 apuntan señales mixtas, con mejoras en el PMI de servicios y la matriculación de coches. El empleo continuó aumentando y la tasa de paro se situó en el 7,8 % en el cuarto trimestre, mientras la inflación se mantuvo estable en el 2,7 %. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y el saldo de su programa de compra de activos en 375 mm de libras, para lo cual ha decidido reinvertir las amortizaciones. El primer ministro británico, David Cameron, anunció la celebración de un referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, que tendría lugar, como tarde, a finales de 2017, declarando su intención de renegociar diversos aspectos de la relación entre el Reino Unido y la UE.

Las economías de los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro registran divergencias en su evolución, que en conjunto refleja una cierta atonía. En el cuarto trimestre de 2012, el PIB se contrajo en Hungría (-0,9 % trimestral) y en la República Checa (-0,2 %), mientras que Letonia y Lituania crecieron un 1,3 % y un 1 %, respectivamente. Los indicadores de mayor frecuencia reflejan la contracción de la producción industrial y la debilidad de las exportaciones, ante la falta de empuje del área del euro, mientras que la demanda interna no consigue remontar. La inflación mantuvo la tendencia a la baja y se aprobaron nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en Hungría y Polonia.

En China, el PIB creció un 7,9 % interanual en el cuarto trimestre de 2012 y los indicadores más recientes confirman un repunte de la actividad. La confianza empresarial ha mejorado, los datos de comercio exterior muestran avances tanto de las exportaciones como de las importaciones, y el crédito ha repuntado. En enero, la tasa de inflación se moderó hasta el 2 %. En política monetaria, destaca la introducción de operaciones de liquidez a corto plazo destinadas a favorecer un funcionamiento más suave del mercado interbancario. Además, en política fiscal se ha aprobado un plan para la redistribución de rentas. En el resto de Asia emergente, en el cuarto trimestre de 2012 el crecimiento interanual del PIB se estabilizó en Corea del Sur (1,5 %), descendió ligeramente en Indonesia (6,1 %) y Filipinas (6,8 %), y aumentó en Singapur (1,1 %), Tailandia (18,9 %, ayudado por el efecto base por las inundaciones del año anterior) y Malasia (6,4 %). Los indicadores de alta frecuencia muestran un comportamiento heterogéneo, destacando la mejoría de las exportaciones en Corea del Sur y una relativa estabilidad de la inflación. En este contexto, las políticas monetarias no registraron variaciones, salvo en la India, que redujo a finales de enero en 25 puntos básicos (pb) los tipos oficiales de interés y el coeficiente de reservas.

En América Latina, tras un crecimiento del PIB regional del 0,6 % trimestral en el tercer trimestre de 2012 (2,4 % interanual), los datos apuntan a un avance similar en el cuarto trimestre, con cierta disparidad por países. Los datos ya publicados del PIB del cuarto trimestre reflejan en México el mantenimiento del ritmo del crecimiento interanual, y en Perú, a pesar de cierta moderación, se sigue apreciando un elevado dinamismo. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una notable expansión en Chile, mientras que en Brasil, sin embargo, el crecimiento habría seguido siendo moderado y frágil y en Colombia se habría registrado un cierto debilitamiento. La inflación se aceleró hasta el 6,2 % para el conjunto de la región, pero



no aparece como un riesgo relevante, salvo en Brasil. Los principales bancos centrales de la región han mantenido inalterados los tipos de interés oficiales, con la excepción de Colombia, que los volvió a reducir en 25 pb en febrero, hasta el 3,75 %. Por otra parte, se han adoptado diversas medidas macroprudenciales y de control de capitales, con objetivos no siempre coincidentes entre países: mientras que en Brasil se relajó el requisito de encaje obligatorio y se redujo el impuesto de transacciones financieras, para abaratar la financiación externa a largo plazo y la inversión en determinados sectores, en Perú se flexibilizaron ciertas restricciones que limitaban las proporciones de activos extranjeros en las carteras de los inversores institucionales y se incrementó el encaje sobre depósitos, para contener la apreciación del sol y el crecimiento del crédito. Por su parte, Venezuela devaluó su moneda en torno a un 32 %, al tiempo que promulgó medidas para elevar la liquidez en dólares. Finalmente, el FMI emitió una declaración de censura a Argentina por la baja calidad de sus estadísticas.

En la zona del euro, de acuerdo con la estimación provisional publicada por Eurostat, el PIB descendió en el cuarto trimestre de 2012 un 0,6 %, tras la caída del 0,1 % en el período julio-septiembre. Este es el sexto trimestre consecutivo de contracción económica desde que, en el verano de 2011, el área del euro entrara en una nueva recesión. Si bien todavía no se dispone del desglose por componentes, la información publicada sobre países indicaría que, además de prolongarse el retroceso de la demanda interna (fundamentalmente, de la inversión), la debilidad de la demanda mundial afectó negativamente a las exportaciones. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB ajustado de estacionalidad se situó en el -0,9 %, con lo que, para el conjunto del año 2012, la economía de la UEM retrocedió un 0,5 %, frente al crecimiento del 1,5 % del año anterior. La contracción de la actividad fue generalizada en todos los países de la UEM durante los últimos meses del pasado ejercicio. Para el conjunto del año, el comportamiento volvió a ser heterogéneo, si bien el grupo de países de la zona que registraron caídas se amplió para incluir, junto con las economías que habían venido mostrando hasta ahora signos más evidentes de vulnerabilidad, otras que, como Holanda, Bélgica o Finlandia, habían evidenciado fundamentos más sólidos.

La información coyuntural más reciente es consistente con una ligera reducción o estabilización de la actividad económica en el inicio del año. Por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó un 0,7 % en diciembre, tras la caída del 0,7 % en noviembre. Los indicadores cualitativos del mes de enero, elaborados por la Comisión Europea y la encuesta de directores de compra en enero y febrero, evolucionaron positivamente, extendiéndose las mejoras a las manufacturas y en menor medida a los servicios (véase cuadro 1). No obstante, ambos indicadores reflejaron un comportamiento desigual por países, con el retorno de Alemania hacia niveles del indicador de la encuesta de directores de compra compatibles con crecimientos de la actividad y retrocesos en Francia. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas siguieron reduciéndose en diciembre, en línea con la debilidad del consumo privado en el cuarto trimestre, aunque las matriculaciones de automóviles crecieron en la última parte del año. En enero, los indicadores de confianza de los consumidores y de las ventas minoristas mejoraron y de forma muy tímida también lo hicieron los indicadores de confianza relacionados con la inversión. Finalmente, las exportaciones nominales de la UEM se contrajeron en diciembre y la valoración de la cartera de pedidos exteriores no consolidó en enero la mejora del mes anterior. No obstante, las expectativas de exportación, fechadas en el primer trimestre, avanzaron significativamente.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se redujo dos décimas en enero, hasta situarse en el 2 %, y se espera que en los próximos meses se coloque por debajo de dicha cifra (véase gráfico 5). En diciembre, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se mantuvo

		2012				2013	
		Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-2,8	-3,4	-4,0	-2,4		
	Comercio al por menor	-1,7	-2,9	-1,9	-3,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-12,2	-15,1	-15,1	-12,1	-14,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-25,7	-25,5	-26,7	-26,3	-23,9	
	Indicador de confianza industrial CE	-15,9	-18,2	-14,9	-14,2	-13,9	
	PMI de manufacturas	46,1	45,5	46,2	46,1	47,9	47,8
	PMI de servicios	46,2	46,0	46,7	47,8	48,6	47,3
	IAPC	2,6	2,5	2,2	2,2	2,0	
Variables monetarias y financieras	M3	2,6	3,9	3,8	3,3		
	M1	5,0	6,5	6,7	6,2		
	Crédito a los sectores residentes	0,6	0,6	0,3	0,4		
	AAPP	8,7	9,3	8,4	5,8		
	Otros sectores residentes	-1,2	-1,5	-1,6	-0,8		
	<i>Del cual:</i>						
	Préstamos a hogares	0,8	0,8	0,8	0,7		
	Préstamos a sociedades no financieras	-1,2	-1,5	-1,5	-1,3		
	Eonia	0,10	0,09	0,08	0,07	0,07	0,07
	Euríbor a tres meses	0,25	0,21	0,19	0,19	0,20	0,23
	Euríbor a un año	0,74	0,65	0,59	0,55	0,58	0,60
	Rendimiento de bonos a diez años	2,43	2,31	2,25	2,11	2,40	2,87
	Diferencial de bonos a diez años EEUU-UEM	-0,71	-0,58	-0,59	-0,42	-0,51	-0,87
	Tipo de cambio dólar/euro	1,286	1,297	1,283	1,309	1,329	1,341
	Índice Dow Jones EUROSTOXX-50 (c)	5,9	8,1	11,2	13,8	2,5	-0,2

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

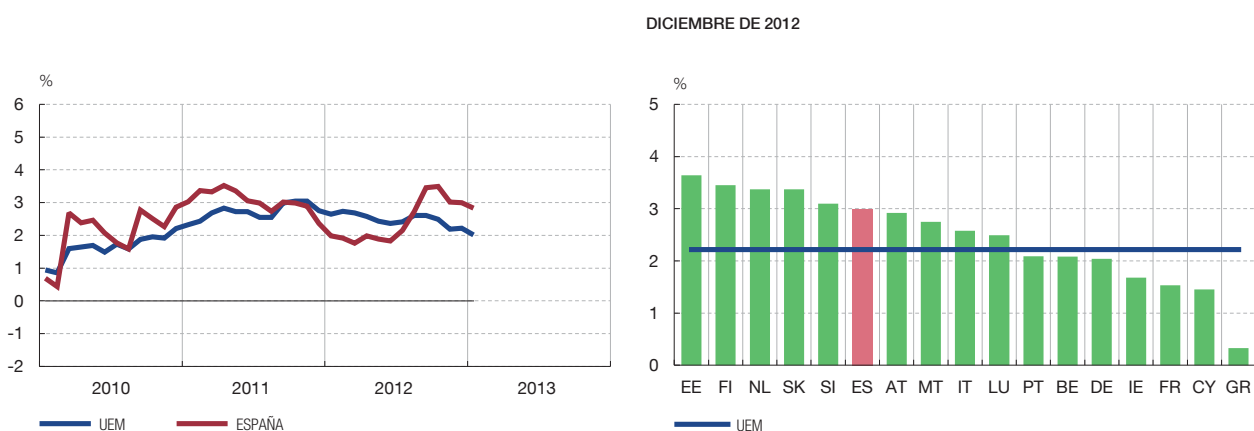
b Datos hasta el día 22 de febrero de 2013.

c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

## ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO

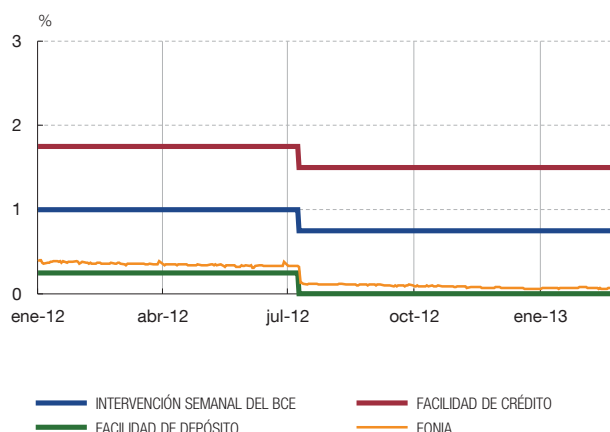
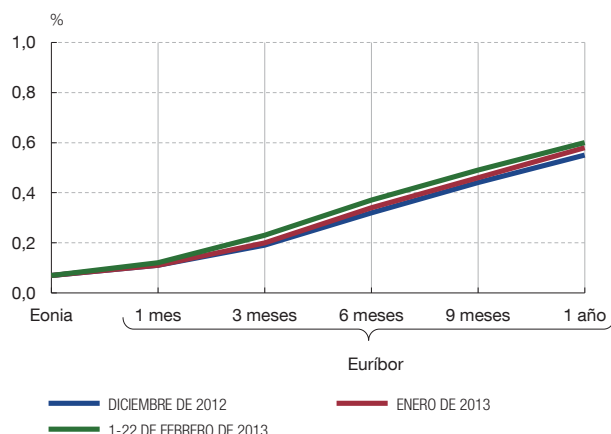
### Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

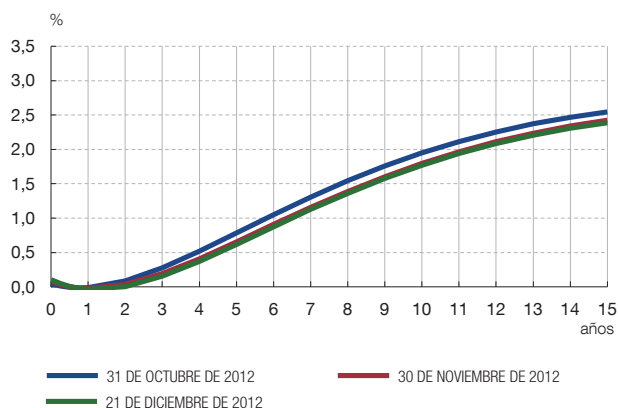


FUENTE: Eurostat.

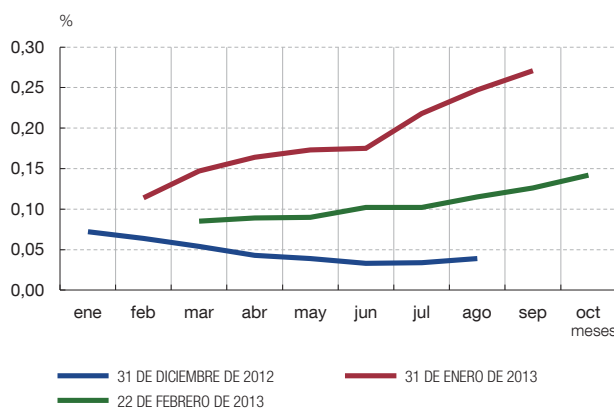
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

MERCADO INTERBANCARIO  
(media mensual)

CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



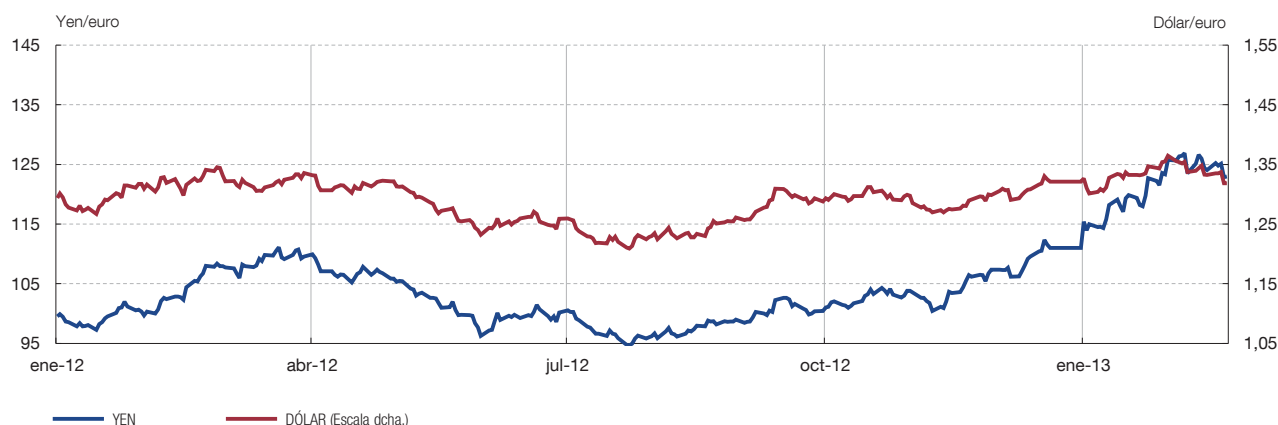
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

en niveles moderados, del 1,6 %. Por componentes, se registró un descenso generalizado —con la excepción de los alimentos—, aunque más acusado en la tasa de variación interanual del IAPC de energía. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales permaneció estable en diciembre, en el 2,1 %.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 7 de febrero, mantener los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación y en el 0 % y el 1,50 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). Asimismo, el Consejo enfatizó que la política monetaria sigue siendo acomodaticia y que se mantiene el sistema de adjudicación plena en la provisión de liquidez. El BCE informó de que, una vez transcurrido un año, las entidades crediticias han empezado a devolver anticipadamente una parte de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a tres años realizadas a finales de 2011 y principios de 2012, lo cual refleja una mejora de la confianza en los mercados financieros.

Otro aspecto que corrobora el avance en el proceso de normalización de los mercados financieros es la evolución de las emisiones soberanas en las economías más vulnerables, con



FUENTE: Banco Central Europeo.

unas rentabilidades que, en enero, siguieron recortándose, impulsadas por los pasos dados hacia una mayor unión bancaria. No obstante, en los días transcurridos de febrero, únicamente en Irlanda se prolongó la reducción de las rentabilidades, hasta colocarse en niveles inferiores al bono español y al italiano, ante el firme cumplimiento de los compromisos del programa de asistencia y, más recientemente, por la operación de reestructuración de las *Promissory Notes* tras la liquidación de IBRC, que va a suponer un alivio de la carga asociada a las recapitalizaciones pasadas. En este sentido, S&P revisó positivamente la perspectiva de la calificación de Irlanda. En Chipre, la incertidumbre en torno al acuerdo del programa de asistencia financiera y las necesidades finales de financiación resultó en una rebaja de la calificación por parte de la agencia Fitch. En el mercado interbancario se suavizaron los problemas de liquidez, como reflejan tanto un menor recurso de la facilidad de depósito como la disminución del diferencial entre la rentabilidad de los depósitos y los *eurepos*. En el momento de cerrar este boletín, no obstante, los resultados del proceso electoral en Italia han dado lugar a un nuevo episodio de inestabilidad en los mercados financieros del área.

En los mercados de renta variable las cotizaciones marcaron una senda ascendente durante el mes de enero, que se interrumpió en febrero, y en el momento de cierre de este boletín el EUROSTOXX-50 acumulaba una caída del 0,2 % desde el inicio del año. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar se depreció un 0,1 % desde comienzos del año, situándose en 1,32 dólares/euro (véase gráfico 7). Durante ese mismo período, el euro se apreció en términos efectivos nominales un 1,8 %.

El flujo del crédito siguió siendo muy frágil en diciembre, con una caída interanual de los préstamos a las empresas del -1,3 %, frente al -1,5 % del mes anterior, y un aumento del 0,7 % en el caso de los hogares, una décima menos que en noviembre. De acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios referidos al cuarto trimestre de 2012, los criterios para la concesión de préstamos se mantuvieron prácticamente estables para las empresas y registraron un endurecimiento adicional para las familias. De cara a los primeros meses del año se espera que los criterios de concesión de préstamos sigan siendo igual de restrictivos. Los bancos también señalaron un descenso pronunciado de la demanda de préstamos y una elevada percepción de riesgo provocada por la propia recesión. Además, anticipan que la demanda de crédito continuará contrayéndose, aunque de forma menos pronunciada, en el primer trimestre de 2013. Por último, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 disminuyó cinco

En porcentaje

	2009	2010	2011	2012			2013	
	Dic	Dic	Dic	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (a)
Tipos bancarios (b)								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,62	2,66	3,66	3,18	3,06	2,92	...	...
Crédito para consumo y otros fines	6,96	6,35	7,29	7,34	7,00	6,98	...	...
Depósitos	1,39	1,70	1,72	1,70	1,76	1,72	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Crédito (c)	2,95	3,24	4,02	3,64	3,67	3,65	...	...
Mercados financieros (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	0,80	3,05	3,40	2,44	2,37	2,08	1,25	1,13
Deuda pública a cinco años	2,73	4,64	4,63	4,49	4,61	4,26	3,80	3,96
Deuda pública a diez años	3,85	5,42	5,45	5,67	5,72	5,36	5,08	5,28
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,62	2,47	3,43	4,15	4,33	4,00	3,53	3,64
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,73	1,70	2,68	2,50	2,33	1,88	1,83	2,04
IBEX-35 (f)	29,84	-17,43	-13,11	-8,44	-7,37	-4,66	2,39	0,14

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 22 de febrero de 2013.

b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que, a partir de dicho mes, no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d Medias mensuales.

e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2010.

f Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

décimas, hasta el 3,3 %, debido en gran medida al retroceso de los instrumentos de mercado (M3 – M2) y de los depósitos a la vista.

En la reunión del Consejo Europeo del día 8 de febrero, los jefes de Estado y de Gobierno llegaron a un acuerdo sobre el nuevo Marco Financiero Plurianual, que todavía tiene que ser aprobado por el Parlamento Europeo y, por primera vez, se recorta el techo del presupuesto para 2014-2020 de la Unión Europea. Esta reducción (del 3,4 % en términos reales) afecta a la mayoría de las partidas, salvo las que hacen referencia a investigación, innovación y educación, con el objetivo de potenciar el crecimiento y crear empleo.

## Evolución financiera en España

En la parte transcurrida de febrero, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se ha reducido levemente y su diferencial con la referencia alemana al mismo horizonte apenas ha variado, mientras que el IBEX-35 ha retrocedido algo, en un contexto de cierto incremento de la volatilidad. De hecho, en el momento de cerrar este boletín está teniendo lugar un nuevo episodio de inestabilidad asociado a los resultados electorales en Italia. Por su parte, la información más reciente de los balances de los distintos sectores residentes no financieros, correspondiente a diciembre, muestra una aceleración de los pasivos de las AAPP, una estabilidad en el ritmo de contracción de la deuda de los hogares y un aumento de la tasa de descenso de los recursos ajenos de las sociedades y de los activos más líquidos de las familias y las empresas. Los datos provisionales de enero apuntan al mantenimiento de las mismas tendencias observadas un mes antes en el caso de la financiación del sector privado y a un mayor dinamismo de sus activos más líquidos.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH  
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2012	2010	2011	2012		
	Dic (b)	Dic	Dic	Oct	Nov	Dic
Financiación total	2.873,0	3,2	1,6	1,0	0,8	1,7
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.990,7	0,4	-2,1	-3,9	-4,2	-4,5
Hogares e ISFLSH	835,3	0,2	-2,4	-3,5	-3,5	-3,6
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	642,0	0,7	-1,7	-3,4	-3,5	-3,5
Crédito para consumo y otros fines (c)	190,3	-1,3	-4,7	-4,0	-3,7	-4,0
Sociedades no financieras	1.155,4	0,6	-2,0	-4,2	-4,7	-5,2
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	736,2	-1,0	-4,2	-6,7	-7,4	-8,0
Valores de renta fija (d)	73,1	10,6	7,6	13,0	13,5	12,5
Administraciones Públicas (e)	882,3	14,1	14,2	15,5	15,6	19,8
Valores a corto plazo	82,6	2,1	9,0	-7,6	-6,3	-14,1
Valores a largo plazo	584,7	15,5	15,4	13,8	14,2	13,8
Créditos y resto	215,1	19,4	13,7	39,6	38,2	69,9

FUENTE: Banco de España.

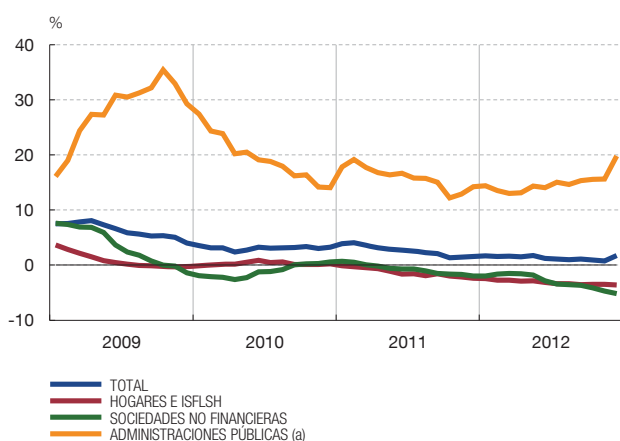
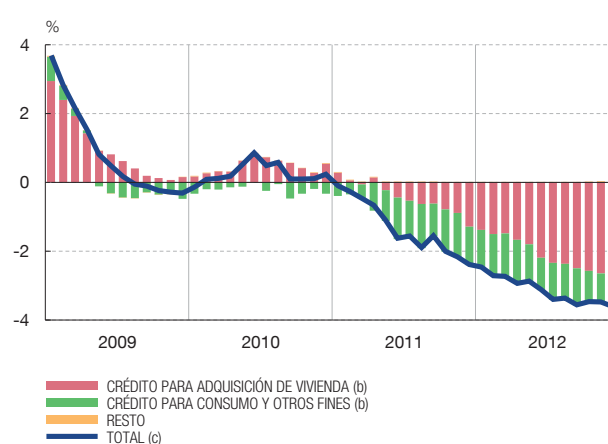
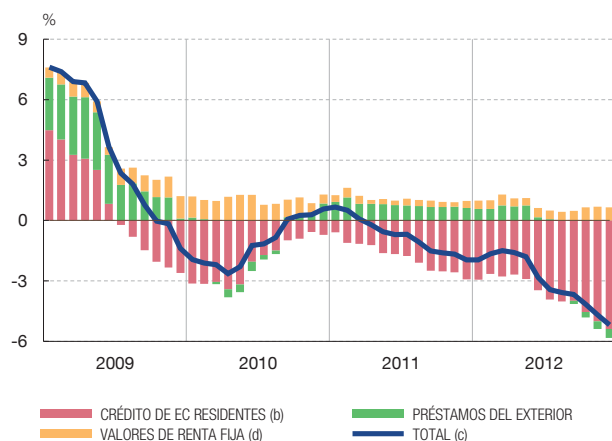
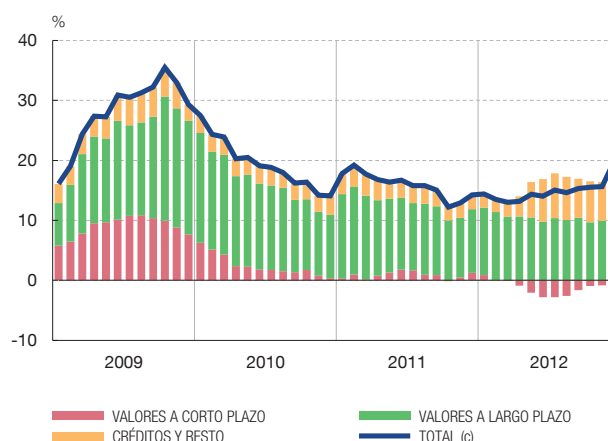
- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b Saldo en miles de millones de euros.  
c Incluye los créditos titulizados.  
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

En los días transcurridos de febrero, la rentabilidad media de las letras del Tesoro entre seis y doce meses se situó en el 1,13 %, lo que supuso un descenso de 12 pb respecto al registro de enero (véase cuadro 2). En el segmento a medio y largo plazo, los tipos de interés negociados de la deuda pública se encontraban, al cierre de este artículo, ligeramente por debajo de las cifras de finales de enero y sus diferenciales con respecto a la referencia alemana al mismo horizonte se mantuvieron en torno al mismo nivel, aunque, en términos medios, aumentaron algo en relación con la correspondiente cifra del mes precedente (20 pb y 11 pb, respectivamente, hasta situarse en el 5,28 % y en 364 pb, en el caso del bono a diez años). Por su parte, la prima media de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras se elevó en 21 pb durante el mismo período.

En el mercado de renta variable, el IBEX-35 retrocedió un 2,2 % en la parte transcurrida de febrero, una disminución algo menor que la del EUROSTOXX-50 de las bolsas de la UEM, que cayó un 2,7 %, y que contrasta con la revalorización del 1,2 % del S&P-500 de las de Estados Unidos. De esta manera, en la fecha de cierre de este artículo el índice español se situaba prácticamente en el nivel de principios de año (apenas avanzaba un 0,1 %), comportamiento similar al de la referencia europea, que registraba una ligera pérdida —del 0,2 %—, mientras que la norteamericana ganaba un 6,3 %.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones con su clientela, correspondientes a diciembre de 2012, muestran ligeros descensos respecto al mes precedente. Así, el coste de los préstamos para adquisición de vivienda se redujo en 14 pb, hasta alcanzar el 2,92 %, y los de la financiación a las empresas y a los hogares para consumo y otros fines distintos de la

CRECIMIENTO INTERANUAL

FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH.  
CONTRIBUCIONESFINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.  
CONTRIBUCIONESFINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a).  
CONTRIBUCIONES

FUENTE: Banco de España.

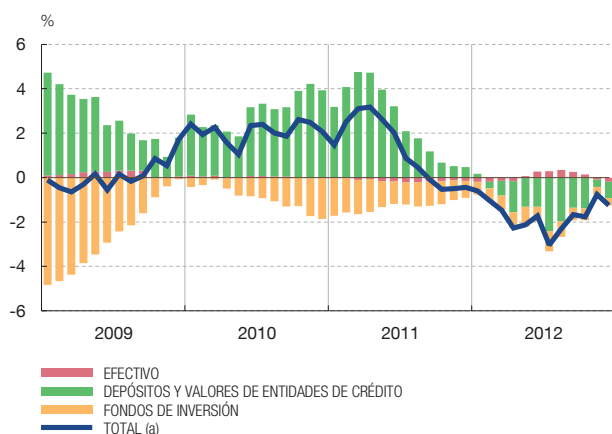
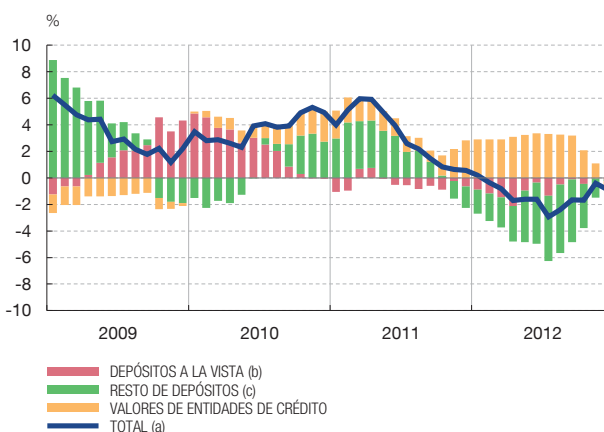
- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 b Incluye los créditos titulizados.  
 c Crecimiento interanual.  
 d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras.

compra de inmuebles descendieron 2 pb, situándose en el 3,65 % y el 6,98 %, respectivamente. Por su parte, la rentabilidad obtenida por los depósitos de las familias disminuyó 4 pb, quedándose en el 1,72 %.

En diciembre de 2012, el ritmo de avance interanual de la financiación captada por los sectores residentes no financieros se situó en el 1,7 %, frente al 0,8 % del mes anterior (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue resultado del mayor dinamismo de los fondos obtenidos por las Administraciones Públicas, de la estabilidad en la contracción de los pasivos de las familias y de la intensificación de la caída de los recursos recibidos por las sociedades.

Los pasivos de las familias disminuyeron, en diciembre de 2012, un 3,6 % respecto al mismo período del año anterior, prácticamente la misma cifra de noviembre. El desglose por finalidades muestra una cierta acentuación de la caída del crédito para consumo y otros fines, hasta situarse en el 4 %, mientras que los préstamos para adquisición de vivienda se



TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS.  
CONTRIBUCIONESDEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO.  
CONTRIBUCIONES

FUENTE: Banco de España.

a Crecimiento interanual.

b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

c Depósitos a plazo, cesiones temporales y depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

contrajeron al mismo ritmo que en el mes precedente, un 3,5 %. Por su parte, la tasa de descenso interanual de los recursos obtenidos por las sociedades no financieras aumentó en 0,5 pp, hasta el 5,2 %. Por instrumentos, se observa una nueva intensificación de la reducción de la financiación bancaria (del 7,4 % al 8 %) y una desaceleración de la obtenida mediante la emisión de valores de renta fija (del 13,5 % al 12,5 %).

La tasa de expansión interanual de la financiación recibida por las AAPP se incrementó hasta el 19,8 % en diciembre, 4,2 pp por encima del dato de noviembre. Por instrumentos, se desaceleraron los fondos obtenidos mediante la emisión de valores, mientras que aumentó notablemente el dinamismo de los créditos concedidos a este sector, evolución que refleja principalmente el préstamo recibido del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), para la recapitalización de las entidades de crédito del denominado «grupo 1» y para la aportación de capital a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).

En diciembre de 2012 se incrementó algo el ritmo de contracción interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas no financieras y las familias (véase gráfico 9). La contribución de todos los instrumentos al crecimiento fue negativa, aunque en el caso de los depósitos se redujo en comparación con la del mes anterior hasta hacerse prácticamente nula.

22.2.2013.